



Discours de Tiff Macklem
Gouverneur de la Banque du Canada
Canadian Club Toronto
15 décembre 2023
Toronto (Ontario)

Le chemin vers la stabilité des prix

Introduction

Bonjour. Je suis ravi d'être de retour dans la Ville Reine pour prononcer mon dernier discours de l'année. Merci au Canadian Club Toronto de m'avoir invité, et à vous tous d'être ici. J'ai hâte d'échanger avec vous et d'entendre vos points de vue.

En cette fin d'année, je ne peux m'empêcher de penser à ce qui s'est passé en 2023, et à ce qui nous attend en 2024.

Nous avons fait beaucoup de chemin pour rétablir la stabilité des prix. L'année 2023 est la deuxième année de resserrement de la politique monétaire, et ces efforts donnent des résultats. L'économie n'est plus en surchauffe, ce qui atténue les pressions inflationnistes. Et l'inflation, qui était tout juste au-dessus de 8 % au milieu de 2022, est passée à 3,1 % en octobre.

Tout ça est très encourageant.

Mais je sais que les choses ne sont pas faciles pour beaucoup de Canadiens et Canadiennes. On est dans une phase difficile du cycle de politique monétaire. L'inflation est en baisse, mais elle est toujours trop élevée. Et les augmentations de taux d'intérêt qui étaient nécessaires pour alléger les pressions sur les prix compliquent les choses pour bien des gens.

L'année 2024 sera une année de transition. Les effets des augmentations de taux passées vont continuer à se transmettre dans l'économie, ce qui va ralentir les dépenses et limiter la croissance et l'emploi. Malheureusement, c'est ce qu'il faut faire pour bien freiner l'inflation. Cette période de ralentissement va faciliter un retour à une économie plus équilibrée. La croissance et le marché du travail devraient se redresser plus tard en 2024. L'inflation devrait se rapprocher de la cible de 2 %. Et quand le Conseil de direction sera convaincu que la stabilité des prix est en voie d'être rétablie, on pensera alors à baisser le taux directeur, et au moment auquel le faire.

Je tiens à remercier Daniel de Munnik et Brigitte Desroches de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 15 décembre 2023
à 12 h 25 (heure de l'Est)

Je sais qu'il est tentant de commencer à discuter de ces baisses. Mais il est encore trop tôt pour y penser. Tant que l'inflation ne sera pas clairement en voie de revenir à la cible de 2 %, je m'attends à ce que le Conseil de direction continue d'évaluer si la politique monétaire est assez restrictive et combien de temps elle devra le rester afin de rétablir la stabilité des prix. Dans un monde où la volatilité macroéconomique est en hausse, nous pourrions aussi devoir faire preuve d'agilité et devrions traiter nos prévisions avec humilité.

En pensant au-delà de 2024, il faut également réfléchir à ce qui sera considéré comme « normal » après la pandémie. Les économies canadienne et mondiale ont connu beaucoup de volatilité depuis quelques années. Et bien que la pandémie soit derrière nous, les conflits armés, les tensions géopolitiques, les risques liés aux changements climatiques et les hauts niveaux d'endettement posent tous de nouveaux défis. Dans ce contexte, il faut tirer des leçons de la période de forte inflation que l'on connaît depuis le début de la pandémie. Ainsi, on sera mieux outillés à la sortie de cette période difficile pour faire face à ce qui nous attend.

Voici les sujets dont il sera question aujourd'hui. Tout d'abord, je vais parler des perspectives économiques pour 2024. Ensuite, je vais préciser ce que vous pouvez attendre de la Banque du Canada, alors que nous rétablissons la stabilité des prix. Nous ne pourrons jamais prédire l'avenir. Mais nous avons tiré d'importantes leçons des dernières années. Nous avons appris un certain nombre de choses et nous nous ajustons. Je vais vous expliquer comment.

À quoi doit-on s'attendre l'an prochain?

Commençons par parler des perspectives économiques. Nous sommes en train de préparer de nouvelles projections qui seront publiées en entier à la fin janvier. Mais nous avons déjà une bonne idée du tableau d'ensemble.

La croissance économique a stagné jusqu'au milieu de cette année, et elle devrait rester faible jusqu'en 2024. La demande excédentaire qui a fait monter les prix ces deux dernières années est maintenant chose du passé. Les hausses de taux d'intérêt et le resserrement des conditions financières à l'échelle mondiale ont contribué au rééquilibrage économique. Comme le coût de la vie est encore en train d'augmenter trop rapidement et que la croissance est modérée, les deux ou trois prochains trimestres seront durs pour beaucoup de gens. Les consommateurs vont continuer à dépenser moins. Les entreprises vont faire face à une faible demande. Et la croissance de l'emploi va être plus lente que celle de la population active. Résultat : le taux de chômage pourrait augmenter davantage.

Ça m'amène aux perspectives d'inflation. À mesure que la croissance économique va ralentir, les pressions inflationnistes vont se relâcher. Mais on ne peut pas avoir la certitude que ça se fera sans heurts.

On voit déjà clairement que les taux plus élevés font baisser l'inflation. Par exemple, la croissance des prix des biens durables et semi-durables – comme les meubles, les électroménagers, les vêtements et les chaussures – se situe en deçà de 2 % en ce moment. Le taux d'augmentation des coûts des services hors logement s'établit juste au-dessus de 2 %, ce qui est plutôt normal.

Ce qui n'est pas normal, c'est le niveau de l'inflation dans les secteurs de l'alimentation, des biens non durables et du logement. Le taux d'augmentation des prix des aliments a baissé, mais il reste autour de 5½ %. Ça nuit à tout le monde, mais surtout aux ménages à faible revenu. L'inflation en ce qui concerne les biens non durables hors aliments et énergie – comme les produits de nettoyage et les articles de soins personnels – est à environ 4½ %. Et pour les services liés au logement, elle est passée à presque 7 %. Mises ensemble, ces trois catégories de biens et services représentent près de la moitié du panier de l'indice des prix à la consommation. Il n'est donc pas surprenant que les gens ressentent encore la pression des hausses de prix. Si le rythme de progression des prix de ces grandes catégories ne ralentit pas, il sera difficile de ramener l'inflation globale à la cible de 2 %.

Les perspectives sont prometteuses pour les deux premières catégories. L'inflation dans l'alimentation devrait baisser davantage à mesure que les prix plus bas des produits agricoles et les coûts de transport plus faibles se refléteront dans les prix à l'épicerie. L'affaiblissement de la demande devrait aussi freiner la progression des prix des biens non durables.

Reste l'augmentation des frais de logement. Pourquoi persiste-t-elle malgré le ralentissement économique? C'est en partie parce que nos hausses du taux directeur font monter le coût des intérêts hypothécaires, ce qui n'a rien de surprenant. Ce qui est inhabituel, c'est que les autres composantes des frais de logement – comme le loyer et l'entretien – enregistrent également de fortes hausses, les loyers ayant augmenté de 8,2 % en octobre. Cette vive hausse des frais de logement semble liée à la carence structurelle de l'offre d'habitations. Cette offre n'a pas suivi la croissance démographique du pays, et les taux d'immigration plus élevés creusent cet écart. La poussée des taux d'intérêt modère la demande de logements et rééquilibre le marché du logement. Cela dit, la sous-offre structurelle de logements signifie que les pressions inflationnistes sur les prix des habitations restent élevées. L'augmentation des frais de logement devrait se modérer au fil du temps, mais il est difficile de prévoir quand.

Alors que doit-on retenir? Au cours des prochains mois, l'inflation pourrait évoluer en dents de scie à mesure que le ralentissement économique atténuerait les pressions sur les prix tandis que d'autres facteurs continueront à exercer des pressions haussières. Voilà pourquoi les baisses à venir de l'inflation se feront probablement de façon graduelle. Quand l'inflation sera clairement et durablement sur une trajectoire descendante, on pourra alors commencer à discuter de baisses du taux directeur. Nous n'avons pas besoin d'attendre que l'inflation soit tout à fait revenue à la cible de 2 % pour songer à assouplir notre politique. Mais il devra être évident qu'elle est sur cette trajectoire.

Les imprévus sont toujours possibles. En tête de liste figurent une escalade de la guerre en Europe ou au Moyen-Orient, ou encore de nouvelles tensions géopolitiques qui réorienteraient les échanges et les investissements, et perturberaient les chaînes d'approvisionnement. Les phénomènes météorologiques sont de plus en plus fréquents et extrêmes, tant au pays qu'à l'étranger, et les ravages qu'ils causent font souvent monter les prix. Compte tenu de tous ces risques, on doit rester vigilants et être prêts à s'ajuster au besoin.

Mais quand on regarde l'année qui vient de passer, on peut voir tous les progrès réalisés. L'inflation n'est pas loin de la cible de 2 %. Et même si elle ne l'a pas encore atteinte, les conditions semblent de plus en plus favorables pour qu'elle y parvienne. L'économie n'est plus en situation de demande excédentaire et les pressions inflationnistes sous-jacentes s'affaiblissent dans une grande partie de l'économie. Il faut que l'inflation fondamentale baisse davantage. Nous allons aussi surveiller de près l'équilibre entre l'offre et la demande, la croissance des salaires, les pratiques d'établissement des prix des entreprises, et les attentes d'inflation. En même temps, nous évaluerons nos progrès vers la stabilité des prix.

Ce qu'on peut attendre de la Banque du Canada

Leçons apprises

Nous sommes en train d'apprendre de la volatilité de ces dernières années. Les leçons retenues vont nous permettre de sortir de ce cycle de politique monétaire mieux outillés que nous l'étions au départ.

Dans mon discours de fin d'année en décembre 2022, je me suis attardé sur certaines des leçons tirées de la période de forte inflation qui a suivi la pandémie. J'en avais relevé trois.

Il est beaucoup plus facile de rétablir la demande que l'offre.

Les problèmes d'approvisionnement ont de plus grands effets sur l'inflation quand l'économie surchauffe.

Enfin, pour mieux savoir où apparaissent les pressions inflationnistes, il ne faut pas se limiter à une vue d'ensemble de l'économie, mais bien comprendre les pressions dans chaque secteur.

Aujourd'hui, je voudrais parler de deux autres leçons.

La première a été une redécouverte. L'inflation fait mal. Elle malmène nos compatriotes et l'économie. Elle suscite de la colère et déchire le tissu social. C'était déjà le sujet de mon discours à Saint John il y a trois semaines, alors je ne m'y attarderai pas. Dans une écrasante majorité, les gens estiment que la forte inflation a fait empirer leur situation. Personne ou presque ne juge être en meilleure posture. Tout ça rappelle les mauvais souvenirs de l'inflation galopante des années 1970. Ces deux dernières années, une nouvelle génération de Canadiens et Canadiens ont connu pour la première fois les effets nocifs de l'inflation. Et nous avons redécouvert qu'elle était notre ennemi commun.

Nous avons appris à quel point la confiance du public était un atout pour combattre l'inflation. C'est la deuxième leçon dont je voulais vous parler. Dans les années 1970, cette confiance manquait. Dès lors, il était très difficile de réduire l'inflation. Cette fois, la confiance, alliée à une réponse énergique de la politique monétaire, a permis de garder les attentes d'inflation à long terme ancrées à la cible de 2 %. L'inflation est en train de baisser en s'accompagnant à court terme d'un coût économique moins élevé. Pour préserver la confiance qui nous est donnée et regagner celle qu'on a perdue à cause de la trop forte inflation de ces deux dernières années, nous devons être plus transparents et communiquer avec plus de clarté auprès d'un public plus large.

Intégrer ces leçons

Nous accordons beaucoup d'importance à ce que nous avons appris. Ces leçons nous guident dans notre travail et nos décisions de politique monétaire. Voilà la transition toute trouvée pour vous parler de ce que vous pouvez attendre de la Banque alors qu'elle s'emploie à rétablir puis maintenir la stabilité des prix.

Tout d'abord, vous pouvez vous attendre à ce que la Banque garde le cap et ramène l'inflation à la cible de 2 %.

Ensuite, sachez que nous améliorons nos outils et notre analyse, pour mieux mesurer l'inflation et lui apporter une meilleure réponse, dans un contexte d'incertitude et de plus grande volatilité de l'économie.

Enfin, nous restons à l'écoute et continuons à mieux communiquer pour rejoindre plus de monde là où la population s'informe.

Je vais aborder maintenant chacun de ces points.

Nous sommes déterminés à ramener l'inflation à 2 % – et nous avons de bonnes raisons de le faire. À 2 %, l'inflation est à un niveau suffisamment bas pour que la variation du coût de la vie d'une année à l'autre n'inquiète personne. Une inflation basse et stable améliore le fonctionnement de l'économie : il y a plus de concurrence, les salaires et les prix font moins l'objet de désaccord, et la stabilité s'accroît.

Certains disent qu'il serait trop difficile de revenir à un taux de 2 %. Pourquoi ne pas se contenter d'une inflation à 3 %? On ne relève pas une cible parce qu'on ne réussit pas à l'atteindre! Notre cible d'inflation est de 2 % depuis 1995. Notre système économique et financier y est arrimé. Si vous avez une cible qui change quand les choses se compliquent, alors ce n'est plus vraiment une cible, et l'inflation elle-même deviendrait moins prévisible et plus volatile. Autrement dit, une stabilité des prix ancrée à notre cible de 2 % est la meilleure contribution que la Banque du Canada puisse apporter pour renforcer l'économie et le bien-être financier de la population canadienne.

Nous sommes également déterminés à améliorer nos outils et analyses. Nous ne nous attendons pas à avoir dans les prochaines années autant de volatilité que ces dernières années. Mais pour les banques centrales et les économistes les plus en vue, une chose est de plus en plus évidente : l'avenir sera marqué par davantage de problèmes d'approvisionnement, davantage de transformations dans les relations économiques et de ruptures dans des liens que nous pensions inébranlables¹. Tout ça montre combien il est important d'apprendre du passé.

Nous avons tout spécialement besoin d'être plus attentifs à l'offre et de concevoir des outils d'analyse mieux adaptés au traitement des ruptures et des transformations. C'est ce que nous faisons en ce moment, et nous avons déjà obtenu de nouveaux éclairages. Nous investissons dans de nouvelles sources

¹ Voir en particulier A. Carstens (2022), [*A story of tailwinds and headwinds: aggregate supply and macroeconomic stabilisation*](#), discours prononcé au colloque de politique économique de Jackson Hole (Wyoming), 26 août; et C. Lagarde (2023), [*La politique monétaire en période de mutations et de ruptures*](#), discours prononcé au colloque de politique économique de Jackson Hole (Wyoming), 25 août.

de données, afin d'obtenir un portrait plus précis de l'offre et de la demande dans chaque secteur et au sein des ménages. Ça passe par la nouvelle enquête numérique, le Pouls des entrepreneurs, qui est destinée aux petites et moyennes entreprises. Ça passe aussi par une analyse plus étendue des indicateurs du marché du travail et par des outils qui permettent d'examiner de vastes ensembles de données, comme les informations anonymisées sur le marché hypothécaire canadien. Nous avons également conçu des indicateurs plus détaillés des goulots d'étranglement qui touchent les chaînes d'approvisionnement. Nous continuons aussi à évaluer de nouvelles sources de données².

Nous adaptons actuellement nos modèles économiques pour qu'ils soient capables d'intégrer des transformations économiques. Durant le choc de la pandémie et la reprise, les principales sources de la croissance et de l'inflation se sont modifiées, mais nos modèles reflétaient généralement les relations passées entre des variables économiques. Nous nous employons à élaborer la prochaine génération de modèles pour la politique monétaire : ils pourront allouer plus de changements aux comportements et offrir plus de souplesse pour analyser les risques avec d'autres scénarios³.

Enfin, nous sommes déterminés à constamment améliorer notre prise de décision et nos communications. Nous voulons une diversité d'opinions. Nous voulons écouter davantage, et rejoindre davantage la population canadienne. Bon nombre de ces changements sont déjà à l'œuvre. Plus tôt cette année, nous avons modifié le Conseil de direction en y nommant pour un mandat de deux ans un sous-gouverneur non dirigeant externe. Notre motivation était la recherche d'une plus grande diversité de points de vue dans notre processus décisionnel⁴. Cette année, nous avons aussi commencé à publier les résumés de nos délibérations, afin d'apporter plus de détails sur la manière dont le Conseil de

² Voir Banque du Canada (2023), [*Enquête sur les perspectives des entreprises — Troisième trimestre de 2023*](#), pour les résultats des plus récentes livraisons de l'enquête sur les perspectives des entreprises et du Pouls des entrepreneurs. Pour en apprendre davantage sur les nouvelles valeurs de référence du marché du travail, voir E. Ens, K. See et C. Luu (2023), [*Benchmarks for assessing labour market health: 2023 update*](#), note analytique du personnel 2023-7. En ce qui concerne l'analyse de la situation du crédit hypothécaire, voir Banque du Canada (2023), [*Revue du système financier — 2023*](#). Par ailleurs, voir O. Kryvtsov, J. C. MacGee et L. Uzeda (2023), [*The 2021–22 Surge in Inflation*](#), document d'analyse du personnel 2023-3; O. Bilyk, T. Grieder et M. Khan (2023), [*Markups and inflation during the COVID-19 pandemic*](#), note analytique du personnel 2023-8; P. Bouras, C. Bustamente, X. Guo et J. Short (2023), [*The contribution of firm profits to the recent rise in inflation*](#), note analytique du personnel 2023-12; R. Asghar, J. Fudurich et J. Voll (2023), [*Firms' inflation expectations and price-setting behaviour in Canada: Evidence from a business survey*](#), note analytique du personnel 2023-3; S. Birinci, Y. Park, T. Pugh et K. See (2023), [*Uncovering the Differences Among Displaced Workers: Evidence from Canadian Job Separation Records*](#), document de travail du personnel 2023-55.

³ Voir D. Coletti (2023), [*A Blueprint for the Fourth Generation of Bank of Canada Projection and Policy Analysis Models*](#), document d'analyse du personnel 2023-23, Banque du Canada.

⁴ Voir Banque du Canada (2023), [*La Banque annonce la nomination d'un sous-gouverneur non dirigeant*](#), communiqué, 16 janvier.

direction arrive à ses décisions⁵. Nous publions sur les réseaux sociaux davantage de résumés et de courtes vidéos en langage simple qui expliquent nos décisions et les perspectives économiques⁶. De plus, les membres du Conseil de direction voyagent à travers le pays pour être à l'écoute du public et expliquer le travail de la Banque. Vous le verrez davantage en 2024.

À partir de 2024, nous donnerons également une conférence de presse après chaque décision de politique monétaire. Nous voulons que les ménages, les entreprises et les différents groupes de la population comprennent ce que nous faisons et nos motivations. Cette mesure fait partie de l'engagement que j'ai pris d'expliquer nos actions.

Conclusion

Voici venu le moment de conclure.

Nous avons fait beaucoup de chemin en 2023, et quand je vais prononcer mon discours de fin d'année en 2024, je m'attends à voir une économie en croissance, des entreprises avec plus de projets d'embauche et une inflation proche de la cible de 2 %. Bien sûr, il est difficile de prédire l'avenir. Faire baisser l'inflation pourrait être plus difficile qu'on le pense. On sait qu'on va devoir rester vigilants.

Nous avons accompli des progrès énormes et bien réels pour rétablir la stabilité des prix. Au moment où je prononçais mon discours de fin d'année à Vancouver en 2022, le taux d'inflation était de 6,9 %. Aujourd'hui, ce taux oscille autour de 3 % et l'inflation devrait continuer à baisser.

Ces progrès ont eu un coût. Nos compatriotes sont nombreux à se sentir coincés par des taux d'intérêt plus élevés. La Banque s'efforce de bien doser son resserrement monétaire. Si nous avons retenu une chose de l'amère expérience de la forte inflation des années 1970, c'est bien de ne pas baisser notre garde, et ce faisant, de ne pas perdre la confiance du public.

La recrudescence de l'inflation observée au Canada et ailleurs dans les deux dernières années nous a enseigné des leçons importantes. Nous sommes en train d'intégrer ces leçons. Nous allons continuer à apprendre et à nous adapter en ayant pour boussole notre engagement d'assurer aux Canadiennes et Canadiens la stabilité des prix.

Je vous remercie.

⁵ Voir Banque du Canada (2023), [Résumé des délibérations du Conseil de direction](#).

⁶ Voir Banque du Canada (décembre 2023), [Leçons apprises et regard vers l'avenir](#), sommaire du discours.